제주항공(089590)

하회	부합	상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

비수기라 더 가혹했던 유가 상승

유가 상승에 따른 유류비 증가로 영업이익은 컨센서스를 25% 하회
환헤지 등 파생상품 관련 이익 96억원으로 순이익은 시장 기대를 상회
해외여행 수요의 강세가 이어져 3분기 성수기 모멘텀까지 길게 볼 시점

Facts : 2분기 실적은 컨센서스를 크게 하회

2분기 매출액은 2,833억원으로 전년동기대비 24% 늘어난 반면 영업이익은 119억원으로 26% 감소했다. 매출액은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 25% 하회했다. 작년 5월 황금연휴에 따른 실적 베이스가 높았던 상황에서 유가가 가파르게 올랐다. 전체 여객공급을 전년동기대비 26% 늘렸는데 항공유가가 36% 상승해 유류비는 60% 급증했다. 하지만 비수기인 2분기에는 소비자의 가격저항이 커 1분기처럼 운임을 올리기 어려웠다. 결국 1분기 실적 서프라이즈의 주요 요인이던 유류할증료 효과가 기대에 미치지 못한 것으로 추정된다. 반면 순이익은 환헤지 등 파생상품 관련 이익 96억원이 반영되면서 컨센서스를 31% 상회했다.

Pros & cons : 집객에 주력한 결과 운임은 하락

제주항공을 찾는 해외여행 수요는 여전히 견고했다. 2분기 국제선 여객수는 전년동기대비 30% 증가했고 L/F도 1.7%p 상승했다. 다만 작년 황금연휴에 따른 실적 기저부담과 비수기 계절성 영향으로 운임이 부진했다. 유류할증료 부과에도 국제선 운임은 하락했다. 그 결과 수요의 강세가 유가상승 부담을 극복하지 못했다. 전체 공급이 늘면서 이익의 계절적 편차는 전년보다 확대된 모습이다. 다만 상반기로 넓혀 보면 영업이익은 전년대비 34% 증가한 것이다. 또한 3분기에는 반대로 성수기 수혜에 기저효과가 더해져 국제선 운임이 반등할 전망이다.

Action : 규모의 경제 앞서 나가는 1위 투자매력에 주목

투자심리는 단기 실적모멘텀의 부재로 유가와 환율 상승 등 대외변수에 대한 우려에 민감한 모습이다. 다만 해외여행 확산은 변함없이 구조적이다. 7월 이후 일본노선의 탑승률이 지진과 폭염 등의 영향으로 기대에 못 미치는 점은 단기 부담요인이나 이연효과까지 길게 접근해야 한다. 또한 비용부담이 커질수록 제주항공의 상대우위 실적은 더욱 부각될 전망이다. 제주항공은 규모의 경제에 가장 앞서 있으며 국내 항공사 중 유일하게 유가와 환에 대한 헤지에 성공적이기 때문이다. 유류할증료 효과와 헤지에 따른 수익 안정성이 가장 높다. 제주항공에 대해 '매수' 의견과 목표주가 59,000원을 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 59,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/7)		2,300
주가(8/7)		41,600
시가총액(십억원)		1,096
발행주식수(백만)		26
52주 최고/최저가(원)		51,000/32,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)		4,911
유동주식비율/외국인지분율(%)		32.1/12.1
주요주주(%)	AK홀딩스 외 7 인	59.6
	제주특별자치도청	7.8

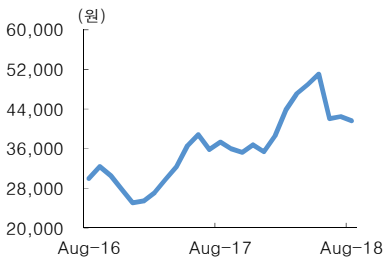
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.0	9.9	9.0
PBR(x)	2.8	2.6	2.1
ROE(%)	25.6	29.3	25.6
DY(%)	1.7	1.7	1.9
EV/EBITDA(x)	5.0	3.9	2.7
EPS(원)	2,935	4,209	4,611
BPS(원)	12,744	16,245	20,048

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.5	5.6	9.9
KOSPI 대비(%p)	0.3	9.6	14.0

주가추이



자료: WISEfn

최고운
gowoon@truefriend.com

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	228.0	266.6	261.5	308.5	283.3	(8.2)	24.3	280.9
영업이익	16.2	40.4	17.7	46.2	11.9	(74.2)	(26.5)	16.5
영업이익률(%)	7.1	15.2	6.8	15.0	4.2			5.9
세전이익	19.9	42.4	16.2	47.1	21.6	(54.1)	8.5	12.7
순이익	15.1	32.1	12.9	36.1	16.5	(54.3)	9.3	12.1

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2017				2018F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	**240**	**228**	**267**	**262**	**308**	**283**	**345**	**318**	**748**	**996**	**1,255**	**1,526**
국내선	44	61	62	57	47	63	67	59	203	224	237	245
ASK(백만 km)	516	578	592	585	558	603	633	602	2,365	2,270	2,396	2,468
RPK(백만 km)	489	554	568	559	523	575	602	570	2,182	2,170	2,270	2,331
L/F(%)	94.9	95.8	95.9	95.6	93.7	95.4	95.1	94.7	92.2	95.6	94.7	94.5
Yield(원)	89.7	110.0	109.8	101.9	90.4	110.2	110.9	103.9	93.0	103.3	104.3	105.3
국제선	183	146	195	188	244	196	265	235	494	711	940	1,179
ASK(백만 km)	3,305	3,196	3,497	3,513	4,063	4,155	4,545	4,567	9,831	13,510	17,330	21,316
RPK(백만 km)	2,935	2,744	3,136	3,099	3,665	3,641	4,030	3,998	8,342	11,914	15,334	18,860
L/F(%)	88.8	85.9	89.7	88.2	90.2	87.6	88.7	87.5	84.9	88.2	88.5	88.5
Yield(원)	62.2	53.4	62.1	60.5	66.5	53.9	65.8	58.7	59.8	59.7	61.3	62.5
기타	14	21	10	17	17	24	13	24	50	61	78	102
매출액 증가율	*38.7*	*40.7*	*20.3*	*37.1*	*28.4*	*24.2*	*29.5*	*21.5*	*23.0*	*33.3*	*25.9*	*21.6*
국내선	*4.7*	*14.1*	*0.6*	*24.8*	*7.7*	*4.1*	*7.1*	*4.1*	*1.9*	*10.4*	*5.6*	*3.7*
ASK	*(6.4)*	*(0.0)*	*(6.9)*	*0.1*	*8.1*	*4.3*	*7.0*	*3.0*	*8.2*	*(4.0)*	*5.5*	*3.0*
RPK	*(0.4)*	*1.7*	*(3.4)*	*3.4*	*6.8*	*3.9*	*6.1*	*2.0*	*8.9*	*(0.6)*	*4.6*	*2.7*
L/F(%p)	*5.7*	*1.7*	*3.5*	*3.1*	*(1.2)*	*(0.4)*	*(0.9)*	*(0.9)*	*0.6*	*3.3*	*(0.8)*	*(0.3)*
Yield	*5.2*	*12.2*	*4.1*	*20.7*	*0.8*	*0.2*	*1.0*	*2.0*	*(6.5)*	*11.1*	*1.0*	*1.0*
국제선	*51.6*	*50.0*	*31.8*	*45.8*	*33.5*	*34.1*	*36.2*	*25.1*	*33.2*	*43.9*	*32.1*	*25.5*
ASK	*53.1*	*42.0*	*30.5*	*24.6*	*22.9*	*30.0*	*30.0*	*30.0*	*28.9*	*37.4*	*28.3*	*23.0*
RPK	*59.9*	*48.9*	*36.1*	*26.0*	*24.9*	*32.7*	*28.5*	*29.0*	*31.3*	*42.8*	*28.7*	*23.0*
L/F(%p)	*3.8*	*4.0*	*3.7*	*0.9*	*1.4*	*1.7*	*(1.0)*	*(0.7)*	*1.6*	*3.3*	*0.3*	*0.0*
Yield	*(5.2)*	*0.7*	*(3.1)*	*15.8*	*6.9*	*1.1*	*6.0*	*(3.0)*	*2.3*	*(0.1)*	*2.7*	*2.0*
기타	*26.5*	*86.3*	*(20.4)*	*3.5*	*27.5*	*13.9*	*40.0*	*40.0*	*33.2*		*28.3*	*30.0*
영업비용	*213*	*212*	*226*	*244*	262	271	293	293	689	895	1,120	1,365
증가율	*35.1*	*31.2*	*23.2*	*30.8*	*23.1*	*28.1*	*29.6*	*20.3*	*23.8*	*29.9*	*25.2*	*21.8*
연료유류비	*55*	*49*	*53*	*61*	71	78	90	87	149	218	326	421
증가율	*91.4*	*41.9*	*27.6*	*36.7*	*29.1*	*60.2*	*69.0*	*42.8*	*4.2*	*45.9*	*49.7*	*29.1*
인건비	*34*	*39*	*39*	*44*	48	47	49	52	112	156	196	234
임차료	*30*	*31*	*31*	*33*	32	32	33	34	109	125	131	148
정비비	*21*	*21*	*22*	*24*	21	25	23	26	85	87	96	115
기타	*73*	*73*	*80*	*83*	90	90	98	94	233	309	372	447
영업이익	**27**	**16**	**40**	**18**	**46**	**12**	**52**	**24**	**59**	**102**	**135**	**162**
증가율	*74.6*	*2,447.1*	*5.9*	*316.0*	*69.6*	*(26.5)*	*29.0*	*37.6*	*14.1*	*73.1*	*32.5*	*20.0*
영업이익률	*11.3*	*7.1*	*15.2*	*6.8*	*15.0*	*4.2*	*15.1*	*7.7*	*7.8*	*10.2*	*10.7*	*10.6*
세전이익	22	20	42	16	47	22	52	24	69	101	145	159
증가율	*42.8*	*243.8*	*11.9*	*63.4*	*113.9*	*8.7*	*22.4*	*48.7*	*30.2*	*45.7*	*43.9*	*9.6*
순이익	**17**	**15**	**32**	**13**	36	17	40	18	53	77	111	121
증가율	*41.1*	*229.6*	*12.7*	*59.6*	*112.9*	*9.0*	*23.4*	*43.0*	*12.8*	*45.0*	*43.5*	*9.6*

주: 별도 기준
자료: 제주항공, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	437	449	565	688	811
현금성자산	167	102	129	157	185
매출채권및기타채권	29	45	57	69	82
재고자산	8	9	12	14	17
비유동자산	164	351	439	536	634
투자자산	9	45	56	69	81
유형자산	59	171	212	260	308
무형자산	12	19	23	28	34
자산총계	600	800	1,004	1,224	1,445
유동부채	261	368	409	466	486
매입채무및기타채무	90	122	153	186	220
단기차입금및단기사채	20	8	33	44	55
유동성장기부채	0	47	47	47	47
비유동부채	67	101	172	234	317
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	45	80	135
부채총계	328	469	581	700	803
자본금	131	132	132	132	132
자본잉여금	89	90	90	90	90
기타자본	0	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	51	114	207	307	426
자본총계	272	331	423	523	642

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	748	996	1,255	1,526	1,801
매출원가	602	774	967	1,179	1,403
매출총이익	146	222	287	348	399
판매관리비	87	120	153	186	213
영업이익	59	102	135	162	186
금융수익	11	8	25	10	11
이자수익	2	2	3	3	4
금융비용	2	8	13	13	14
이자비용	0	0	1	2	2
기타영업외손익	1	(1)	(2)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	69	101	145	159	183
법인세비용	16	23	34	37	43
당기순이익	53	77	111	121	140
기타포괄이익	(5)	(1)	0	0	0
총포괄이익	48	76	111	121	140
EBITDA	73	127	201	276	328

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	117	176	159	247	256
당기순이익	53	77	111	121	140
유형자산감가상각비	11	20	59	106	132
무형자산상각비	4	5	7	9	11
자산부채변동	39	54	(43)	(16)	(54)
기타	10	20	25	27	27
투자활동현금흐름	(69)	(255)	(188)	(248)	(277)
유형자산투자	(30)	(133)	(100)	(154)	(180)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(38)	(102)	(12)	(12)	(12)
무형자산순증	(1)	(6)	(12)	(14)	(16)
기타	0	(14)	(64)	(68)	(69)
재무활동현금흐름	(7)	20	55	29	49
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	0	38	74	50	70
배당금지급	(10)	(13)	(16)	(18)	(21)
기타	0	(5)	(3)	(3)	0
기타현금흐름	1	(6)	0	0	0
현금의증가	42	(65)	27	28	28

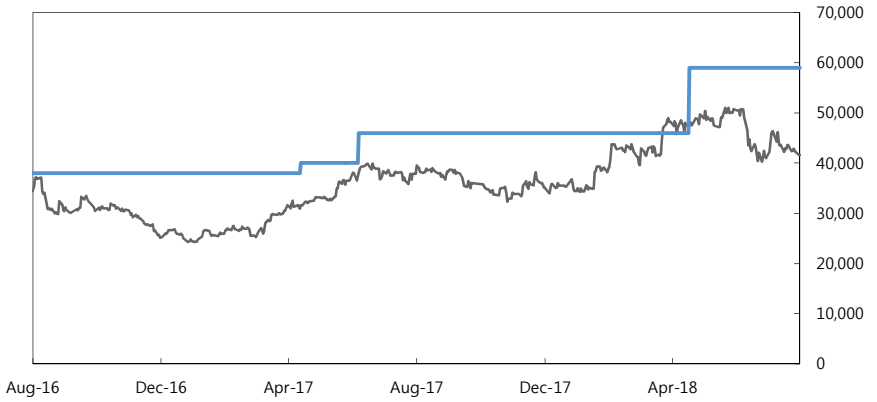
주: K-IFRS (별도) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,045	2,935	4,209	4,611	5,309
BPS	10,351	12,744	16,245	20,048	24,547
DPS	500	600	700	800	800
성장성(%, YoY)					
매출증가율	23.0	33.3	25.9	21.6	18.0
영업이익증가율	14.1	73.1	32.5	20.0	14.9
순이익증가율	12.8	45.0	43.5	9.6	15.2
EPS증가율	(0.4)	43.5	43.4	9.5	15.2
EBITDA증가율	18.9	74.3	58.6	37.5	18.9
수익성(%)					
영업이익률	7.8	10.2	10.7	10.6	10.3
순이익률	7.1	7.7	8.8	7.9	7.8
EBITDA Margin	9.7	12.7	16.0	18.1	18.2
ROA	9.9	11.0	12.3	10.9	10.5
ROE	21.1	25.6	29.3	25.6	24.0
배당수익률	2.0	1.7	1.7	1.9	1.9
배당성향	24.7	20.4	16.6	17.4	15.1
안정성					
순차입금(십억원)	(325)	(291)	(308)	(353)	(380)
차입금/자본총계비율(%)	7.5	17.6	31.2	34.7	39.2
Valuation(X)					
PER	12.3	12.0	9.9	9.0	7.8
PBR	2.4	2.8	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	4.6	5.0	3.9	2.7	2.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
제주항공(089590)	2016.06.28	매수	38,000원	-23.1	-2.1
	2017.04.20	매수	40,000원	-14.2	-4.8
	2017.06.14	매수	46,000원	-16.4	6.5
	2018.04.24	매수	59,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 7일 현재 제주항공 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.